

25 Ağustos 2017

**Kredi Derecelendirme**

**Derecelendirme Notu**  
**(Ulusal): Uzun vadeli**

**(TR) AA**

**Görünüm:**

**Stabil**

**Derecelendirme Notu**  
**(Ulusal): Kısa vadeli**

**(TR) A1+**

**Görünüm:**

**Stabil**

**İş Gayrimenkul Yatırım**  
**Ortaklığı A.Ş.**  
İş Kuleleri, Kule 2, Kat: 10-  
11 34330 Levent, İstanbul

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Şirket"), her ikisi de 1998 yılında kurulmuş ve ayrı ayrı faaliyetlerini sürdüren İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme Anonim Şirketi ile Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme Anonim Şirketi'nin, tüm aktif ve pasiflerinin, İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme Anonim Şirketi tarafından devir alınarak, 6 Ağustos 1999 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi suretiyle kurulmuştur. Şirket'in ana hissedarı Türkiye İş Bankası Anonim Şirketi ("İş Bankası")'dır.

Şirket'in temel amaç ve faaliyet konusu; gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Şirket'in faaliyet esasları, portföy yatırım politikaları ve yönetim sınırlamalarında, SPK'nın düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uyulması esas alınmaktadır.

Şirketin yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin taşıdığı finansal/operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde, İş GYO (Ulusal Uzun vadeli) AA notu ile derecelendirilmiştir.

|            |             |          |
|------------|-------------|----------|
| Önceki not | Uzun vadeli | (TR) AA  |
|            | Kısa vadeli | (TR) A1+ |

**Görünüm**

Şirketin gayrimenkul portföyünün %47'si ofis, %18'i alışveriş merkezi, %30'u projeler, %4'ü arsa ve %1'i otel şeklindedir. İş GYO'nun 2016 yılında elde ettiği hasılatın %47'si kira gelirlerinden (üst hakkı dahil) oluşmaktadır. Toplam kira gelirlerinin çoğunluğu Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi, İş Kuleleri, Kanyon AVM'den elde edilen kira gelirlerinden oluşmaktadır. Şirketin, 2016 yılı için kira sözleşmelerine istinaden hesaplanan kira bedellerinin para birimi dağılımı %21'i ABD Doları, %4'ü Avro ve %75'i TL şeklinde oluşmaktadır. Alınan sipariş avansları toplam yabancı kaynakların %34'ünü oluşturmaktadır. Alınan sipariş avanslarının bilançoda yüksek yer tutması işletmeye duyulan güvenin en temel göstergesidir. Alınan avanslar üretilecek konutların satış bedelleri olması nedeniyle işletmeden nakit çıkışı yaratmadan gelecekte üretilecek konutların şimdiden satılması anlamına gelmektedir. Böylelikle düşük maliyetli fonlama ile kaynak maliyeti etkin bir şekilde yönetilmektedir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği gayrimenkul sektöründe, döviz kurları ile faiz oranlarındaki gelişmeler sektörün performansında belirleyicidir. Türkiye'nin genç nüfus yoğun demografik yapısı ile tasarruf ve yatırım tercihlerinde gayrimenkul yatırımlarının öne çıkması ve çevre ülkelerden yaşanan göçün yarattığı ilave konut talebi değerlendirildiğinde inşaat sektöründe talep odaklı potansiyelin sürdüğü söylenebilir. Sektörün önümüzdeki dönemde de ekonomik büyümenin lokomotifini olmayı sürdürmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, TL'nin döviz kurlarına karşı değer kaybetmesinin inşaat maliyetlerini arttırması, sektörünün performansını etkileyebilir.

Bu faktörler dikkate alındığında Şirket görünümü Stabil olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) 2017 Haziran ayı itibariyle yayımladığı ara dönem küresel ekonomik görünüm raporunda 2017 yılı için küresel büyüme tahminini %3,3'den %3,5 seviyesine çıkarmıştır. Öngörüdeki iyileşmeye gerekçe olarak, piyasalarda güven artışı, ticaret ve yatırımlarda düşük seviyelerden gözle görünür toparlanma belirtilerinin yanı sıra, emtia üreticilerinde ekonomik düzelmenin küresel büyümeye etkileri gösterilmektedir. Aynı raporda, yüksek teknoloji ürünlerine olan talep artışına ve sermaye yenileme yatırımlarındaki artışa da işaret edilmekte olup bunların yanı sıra yukarı yönlü risklere de değinilmektedir. İstihdamda görece artışa karşın işgücü pazarının henüz düzelmediği ve ücretler üzerindeki baskının devam ettiği anlatılmakta olan raporda; yüksek ve artmaya devam eden kredi hacminin, artan konut fiyatlarının ve yüksek faiz aralıklarının yarattığı risklere de dikkat çekilmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ise, Temmuz 2017 tarihli Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda 2017 yılına ilişkin küresel büyüme tahminini %3,5 olarak sabit tutmuştur. Buna karşın, ihtiyatlı iyimserliğe rağmen temel belirsizliklere ve varlığını sürdürmekte olan küresel risklere de atıfta bulunmaktadır. Özellikle ABD'de göreve gelen Trump yönetiminin, sadece Çin ile ticari ilişkiler özelinde kalmayıp, Avrupa Birliği'ni de kapsayacak şekilde küresel ticaret rejimini etkileyebilecek artan korumacı eğilimi başlıca belirsizlik kaynağını oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılma sürecinin yol açtığı belirsizliğe ek olarak Almanya ve Hollanda'da yaklaşan seçimler, Yunanistan borç krizinin hala aşılamamış olması ve İtalya örneğinde görüldüğü gibi bankacılık sektörünün kırılganlığını koruyor olması, aşağı yönlü kayda değer risklerin varlığını koruduğunu göstermektedir.

TÜİK'in açıkladığı verilere göre, 2017 yılı birinci çeyrekte Türkiye ekonomisi, %5 büyüme kaydetmiştir. İlk çeyrekte hükümetin ekonomiye destek sağlamak amacıyla yaptığı teşvikler bir başka ifade ile maliye politikalarının etkin kullanılarak ekonomik durgunluğun önüne geçilmesi büyümedeki hızlanmada etkili olmuştur. Beyaz eşyada ÖTV'nin sıfırlanması ve mobilyada KDV indiriminin yapılması ilk çeyrekte hane halkı tüketimini ve dolayısıyla büyümeyi desteklemiştir. Ayrıca Kredi Garanti Fonu (KGF) kapsamında kredi kullandırımının Mart ayında başlaması da büyümedeki yükselişe önemli katkı sağlamıştır. 2017 Nisan ayındaki referandum sonrasında gerçekleşen anayasa değişikliği, yurtiçi siyasi belirsizlikleri kısmen gidermiş olmakla birlikte köklü ve büyük ölçekli yasal değişikliklerin gündeme gelmiş olması ve 2019 yılına takvime bağlanmış olan cumhurbaşkanlığı seçimi belirsizlik faktörünün bir süre daha etkin olacağını göstermektedir. Yukarıda belirtilenlere ek olarak; bir yandan yakın bölgemizde Suriye ve Irak merkezli gelişmelerin ve son olarak da Körfez ülkeleri ile Katar ve İran arasındaki gerilimin artmasının Türkiye'ye olası etkileri, diğer yandan AB ile soğuyan ilişkiler Türkiye açısından artan risklere işaret etmektedir.

Bu risklere karşın, Dünya Bankasının Haziran 2017 Avrupa ve Orta Asya bölgesel raporunda Türkiye'nin 2016'da yaşadığı şokları beklenenden daha hızlı atlatmış olduğu vurgulanırken 2017-18-19 büyüme öngörülerini de yukarı yönlü revize edilmiş ve sırasıyla %3,5, %3,9 ve %4,1 olarak belirlenmiştir. 2017 yılında enflasyon kendini daha fazla hissettirmeye başlamış, Temmuz ayı itibariyle aydan aya yıllık TÜFE artışı %9,79, ağırlıklı ortalama yıllık TÜFE artışı %9,44 olarak kayda geçerken, ÜFE aydan aya yıllık artışı %15,45, ağırlıklı ortalama ÜFE artışı ise %10,94 seviyesinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, kredi-mevduat rasyosunun yüzde 143'lü seviyelere tırmanması neticesinde bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla TL cinsinden mevduat hesaplarına ödedikleri yıllık faizleri yüzde 15'lere kadar çıkardıkları da gözlenmektedir. Ayrıca, cari açığı nedeniyle yabancı finansman ihtiyacı devam eden Türkiye'de büyümek için uyarıcı etkide bulunmak üzere devreye alınan Kredi Garanti Fonunun bir yan etkisinin de fonlama maliyetlerinin yukarı yönlü hareketlenmesine neden olduğu tartışılmaktadır.

## Şirket Hakkında

İş GYO, İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin, Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'yi 6 Ağustos 1999 tarihinde devralarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi ve T. İş Bankası A.Ş.'nin lider sermayedarlığı ile kurulmuştur. İş GYO aynı yıl içinde halka arzını tamamlamış ve BİST'te işlem görmeye başlamıştır.

Şirket "İSGYO" kodu ile BİST Kesin Alım-Satım Pazarı-(Nitelikli Yatırımcılar Arasında), Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir. İş GYO, Borsa İstanbul'da BİST 100 (XU100), BİST Tüm (XUTUM), BİST 100-30 (XYUZO), BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO), BİST Temettü 25 (XTM25), BİST Temettü (XTMTU), BİST Mali (XUMAL), BİST Kurumsal Yönetim (XKURY) ve BİST Sürdürülebilirlik (XUSRD) endekslerine dahil bulunmaktadır.

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Şirket, 1.326 milyon TL piyasa değeriyle gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörünün yaklaşık %5,4'ünü temsil etmektedir. Şirketin portföy yatırımlarının değer bazında yaklaşık % 46'sı ofis, %17'si Alışveriş Merkezi & Hipermarket, % 4'ü Arsa, % 30'u Projeler ve %3'ü Para ve Sermaye Piyasası Araçları şeklindedir.

İş GYO'nun rapor tarihi itibarıyla sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

| Sermaye Yapısı               |                       |                 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------|
| Ortakların Ünvanı            | Pay Tutarı (TL)       | Pay Yüzdesi (%) |
| Türkiye İş Bankası A.Ş.      | 403.081.659,2         | 44,11           |
| Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. | 64.952.937,61         | 7,11            |
| Diğer                        | 445.715.403,19        | 48,78           |
| <b>Toplam</b>                | <b>913.750.000,00</b> | <b>100,00</b>   |

İş GYO'da Yönetim Kurulu görev taksimi aşağıdaki gibidir:

| İSGYO Yönetim Kurulu  |                               |
|-----------------------|-------------------------------|
| İsim                  | Görevi                        |
| ÖMER KARAKUŞ          | Yönetim Kurulu Başkanı        |
| SÜLEYMAN H. ÖZCAN     | Yönetim Kurulu Başkan Vekili  |
| AYSEL TACER           | Yönetim Kurulu Üyesi          |
| D. SEVDİL YILDIRIM    | Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi |
| HALUK BÜYÜKBAŞ        | Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi |
| NİHAT UZUNOĞLU        | Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi |
| METE ULUYURT          | Yönetim Kurulu Üyesi          |
| MURAT DOĞAN           | Yönetim Kurulu Üyesi          |
| SAKİNE İLGEN DOKUYUCU | Yönetim Kurulu Üyesi          |

Şirket, TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile birleşme görüşmelerine başlanmasına karar vermişti. Şirket, 18 Temmuz 2017 tarihli toplantısında, ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde, birleşmenin 31 Aralık 2016 tarihli yıllık finansal tablolar ile mevzuatta öngörülen süre içerisinde tamamlanamayacağını anlaşılması ve birleşme kararı sonrasında meydana gelen gelişmeleri değerlendirerek; TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile Şirket arasında imzalanmış olan Birleşme Sözleşmesi'nin sona erdirilmesine karar vermiştir.

| Bilanço ve Gelir Tablosu Ana Kalemleri (Bin TL) | 2016      | 2015      |
|---|-----------|-----------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                          | 322.950   | 459.875   |
| Hazır Değerler                                  | 127.262   | 123.908   |
| Ticari Alacaklar                                | 28.770    | 21.821    |
| <b>Duran Varlıklar</b>                          | 4.564.070 | 3.665.325 |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                   | 3.714.669 | 3.291.629 |
| <b>Aktif Toplamı</b>                            | 4.887.020 | 4.125.201 |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                | 188.453   | 556.007   |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                | 1.537.221 | 778.558   |
| <b>Özkaynaklar</b>                              | 3.161.346 | 2.790.635 |
| <b>Pasif Toplamı</b>                            | 4.887.020 | 4.125.201 |
| <b>Toplam Finansal Borçlar</b>                  | 1.054.661 | 710.590   |
| <b>Gelirler</b>                                 | 404.533   | 222.012   |
| <b>Brüt Kâr</b>                                 | 194.804   | 159.921   |
| Genel Yönetim ve Paz. Sat. Dağ. Giderleri (-)   | -37.119   | -36.497   |
| Diğer Faaliyetlerden Net Gelir-Gider            | 336.772   | 468.787   |
| <b>Faaliyet Karı</b>                            | 494.457   | 592.210   |
| <b>Net Dönem Kârı</b>                           | 420.511   | 555.933   |

## Rasyo Analizi

| Başlıca Finansal Rasyolar                             | 2016  | 2015  |
|---|-------|-------|
| Özkaynak Kârlılığı (VÖK/Ö)                            | 0,13  | 0,20  |
| Net Kâr/Toplam Aktif                                  | 0,09  | 0,13  |
| Varlık karlılığı (FVÖK/TV)                            | 0,10  | 0,14  |
| Ekonomik Rantabilite (FVÖK/TB)                        | 0,29  | 0,44  |
| Net Kâr / Net Hasılat                                 | 1,04  | 2,50  |
| Hazır Değerler / Toplam Borçlar                       | 0,07  | 0,09  |
| Nakit Oranı (Hazır Değerler/KVYK)                     | 0,68  | 0,22  |
| Kısa Vadeli Alacaklar/Toplam Aktifler                 | 0,01  | 0,01  |
| Faizleri karşılama (FVÖK/ Net Finansal Gelir - Gider) | 6,63  | 16,33 |
| Alacak Devir Hızı ( Net Hasılat / Ticari Alacaklar)   | 14,06 | 10,17 |
| Net Yabancı Para Pozisyonu/Toplam Varlık              | -0,04 | -0,08 |
| Net Yabancı Para Pozisyonu/ Özkaynaklar               | -0,07 | -0,11 |
| Finansal kaldıraç (Özkaynak / Toplam Borç)            | 1,83  | 2,09  |
| Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Pasif             | 0,04  | 0,13  |
| Duran varlıklar / Toplam Borç                         | 2,64  | 2,75  |
| Toplam finansal borç / Toplam Aktif                   | 0,22  | 0,17  |
| MDV + Yatırım Amaçlı gayrimenkuller / Toplam Aktif    | 0,77  | 0,80  |

2016 yılında satış gelirleri, Ege Perla projesi teslimleri ve Sirkeci Binası satışı nedeniyle 2015 yılına göre %82 oranında artış göstermiştir. Şirket'in 2016 yılındaki net dönem karı bir önceki yıla göre %24,4 oranında gerileyerek 420,5mn TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar %21,8 oranında artarak 194,8mn TL olmuştur. 2016 yılında Şirket'in kira gelirleri bir önceki yıla göre %41,3 oranında artarken, bu artışta Tuzla Operasyon ve Ticaret Merkezinin (TUTOM) devreye girmesiyle elde edilen kiralardaki artışın önemli etkisi olmuştur. Diğer yandan, Şişecam'ın Eylül ayında Kule 3'ten ayrılması, İstanbul'daki Kule gelirlerinin gerilemesine neden olmuştur. Şirket yönetiminin kısa, orta ve uzun vadeli fonlama ve likidite gereklilikleri için uygun bir likidite riski yönetimi oluşturmasının sonucu olarak toplam finansal yükümlülüklerin %13'lük kısmı 1 yıldan kısadır. Şirket'in 212mn (48,9mn USD, 10,8mn EUR) döviz açık pozisyonu bulunmaktadır. Şirket'in net borcu 927 milyon TL olup 2015 yılsonundaki 586 milyon TL olan seviyesinden %58 yükselmiştir. Şirket'in nakit yaratma kapasitesi ve bazı varlıklardan elde edilen döviz bazlı gelirleri nedeniyle borçluluğun yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz.

## Kurumsal Yönetim

---

Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en akil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır.

## Metodoloji

---

SAHA'nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analiz bileşenleri; firmanın sektör mukayeseli performansı, finansal risklerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Sektör mukayeseli performans analizi, sektör firmalarının son dönem mali performansları ile mukayeseli olarak ilgili firmanın konumunu belirler. Finansal risklerin analizi, firmanın mali rasyolarının objektif kriterler bazında değerlendirilmesini kapsar. Bu analizde; likidite, kaldıraç, varlık kalitesi, kârlılık, volatilité ve yoğunlaşma gibi alt başlıklar ele alınır. Son olarak senaryo analizi, geleceğe yönelik baz ve stres senaryo projeksiyonlarını ele alır, yükümlülüklerin yerine getirilme risklerini değerlendirir.

Kalitatif analiz; sektör riski ve firma riski gibi operasyonel nitelikli konuların yanı sıra, kurumsal yönetim uygulamaları bağlamında yönetsel riskleri de kapsar. Sektör analizinde; sektörün niteliği ve büyüme hızı, sektördeki rekabet yapısı, müşterilerin ve kreditorlerin yapısal analizi, sektörün yurtiçi ve yurtdışı risklere duyarlılığı değerlendirilir. Firma analizinde; pazar payı ve etkinliği, büyüme trendi, maliyet yapısı, hizmet kalitesi, organizasyonel istikrarı, yerli ve yabancı finansman kaynaklarına ulaşımı, bilanço dışı yükümlülükleri, muhasebe uygulamaları ve ana/yavru şirket ilişkileri ele alınır.

Kurumsal yönetim, metodolojimizde önemli bir yer tutmaktadır. Halen içinde yaşadığımız global finansal krizde kurumsal yönetimin ve şeffaflığın önemi bir kez daha öne çıkmıştır. Metodolojimiz pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 ana başlığı içermektedir. SAHA'nın kurumsal yönetim metodolojisi [www.saharating.com](http://www.saharating.com) adresinde yayınlanmaktadır.

## Notların Anlamı

Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız en yüksek kaliteyi gösteren AAA' dan başlayıp en düşük (temerrüt) kalite olan D'ye kadar verilmektedir. AA ve CCC kategorileri arasında nispi ayrımı daha ayrıntılı yapabilmek için artı (+) ve eksi (-) işaretleri kullanılır.

Uzun vadeli AAA, AA, A, BBB ve kısa vadeli A1+, A1, A2, A3 kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "yatırım yapılabilir" olarak değerlendirilmelidir.

| Kısa Dönem | Uzun Dönem                                  | Notların Anlamı  |
|------------|---|--|
| (TR) A1+   | (TR) AAA<br>(TR) AA+<br>(TR) AA<br>(TR) AA- | En yüksek kredi kalitesi. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti son derece yüksek. Menkul kıymet ise, risksiz hükümet tahvilinden biraz daha fazla riske sahip.  |
| (TR) A1    | (TR) A+<br>(TR) A                           | Kredi kalitesi çok yüksek. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti çok yüksek. İşletmedeki ani değişiklikler, ekonomik ve finansal koşullar yatırım riskini önemli sayılmayacak bir miktarda arttırabilir.   |
| (TR) A2    | (TR) A-<br>(TR) BBB+                        | Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir.  |
| (TR) A3    | (TR) BBB<br>(TR) BBB-                       | Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yeterli ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilene riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir. |

Uzun vadeli BB, B, CCC ve kısa vadeli B, C kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "spekülatif" olarak değerlendirilmelidir.

|        |                                    |   |
|--------|------------------------------------|---|
| (TR) B | (TR) BB+<br>(TR) BB<br>(TR) BB-    | Asgari seviyede spekülatif özelliklere sahip. Kısa vadede tehlikede değil ama olumsuz finansal ve ekonomik koşulların yarattığı belirsizliklerle yüz yüze. Menkul kıymet ise, yatırım yapılabilir seviyenin altında ama zamanında ödeme mevcut veya diğer spekülatif kıymetlerden daha az tehlikede. Ne var ki, ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflarsa ciddi belirsizlikler ortaya çıkabilir. |
| (TR) C | (TR) B+<br>(TR) B<br>(TR) B-       | Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine şu anda sahip ancak olumsuz ekonomik ve finansal koşullara karşı hayli hassas. Menkul kıymet ise, zamanında ödenme riski var. Finansal korunma faktörleri, ekonominin, sektörün ve ihraççının durumuna göre yüksek dalgalanmalar gösterebilir.  |
| (TR) C | (TR) CCC+<br>(TR) CCC<br>(TR) CCC- | Yatırım yapılabilir kategorisinin oldukça altında. Tehlikede ve finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için ekonomik, sektörel ve finansal koşulların olumlu gelişmesi gerek. Menkul kıymet ise, anapara ve faizin zamanında ödenmesi hakkında ciddi belirsizlikler var.  |
| (TR) D | (TR) D                             | Temerrüt. Şirket finansal yükümlülüklerini yerine getiremiyor veya söz konusu menkul kıymetin anapara ve/veya faizi ödenemiyor.   |

## Çekinceler

---

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, İŞ GYO A.Ş.'nin işbirliğiyle sağlanan ve hem de İŞ GYO A.Ş.'nin kamunun kullanımına açık olarak yayınladığı bilgilere dayanılarak Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bu rapor Saha A.Ş. analistleri tarafından eldeki bilgi ve verilerin iyi niyet, bilgi birikimi ve deneyim ile çözümlenmesinden sonra ortaya çıkmış olup, kurumların ve/veya ihraç ettikleri borçlanma araçlarının genel kredibilitesi hakkında bir görüştür. Derecelendirme notu ise, derecelendirilen şirketin menkul kıymetleri için asla bir al/sat önerisi olamayacağı gibi, belli bir yatırımcı için o yatırım aracının uygun olup olmadığı hakkında bir yorum da değildir. Bu sonuçlar esas alınarak doğrudan veya dolaylı olarak uğranabilecek her türlü maddi/manevi zararlardan ve masraflardan Saha A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yorumların üçüncü şahıslara yanlış veya eksik aksettirilmesinden veya her ne şekilde olursa olsun doğacak ihtilâflar da Saha A.Ş. analistlerinin sorumluluğu altında değildir.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. bağımsızlık, tarafsızlık, şeffaflık ve analitik doğruluk ilkeleriyle hareket eder ve davranış kuralları olarak IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasaları Komisyonu)'nun kurallarını aynen benimsemiş ve web sitesinde yayınlamıştır ([www.saharating.com](http://www.saharating.com)).

© 2017, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.'nin ve İŞ GYO A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

### **İrtibat:**

S.Suhan Seçkin

[suhan@saharating.com](mailto:suhan@saharating.com)

Mehmet İnhan

[minhan@saharating.com](mailto:minhan@saharating.com)

Ömer Ersan

[oersan@saharating.com](mailto:oersan@saharating.com)

### **Adres:**

Hacı Mansur Sk. No:3 Meşrutiyet Mahallesi,  
34363 Şişli / İstanbul, Türkiye